



Foto: Andreas Busslinger

Aussichten auf ein positives Schlussquartal

Die Aussichten auf ein positives Schlussquartal sind für unsere Anleger absolut intakt. Traditionell ist das Schlussquartal das beste im ganzen Jahr. Selbst wenn das nicht einträte, sind wir zuversichtlich, einen positiven Beitrag im letzten Quartal zu unserer Gesamtjahresrendite erzielen zu können. Das hängt damit zusammen, dass die volatilste Phase von US-Präsident Donald Trump wohl vorbei sein dürfte. Die Kapitalmärkte haben sich allmählich an dessen Kapriolen angepasst und reagieren manchmal sogar mit einer aussergewöhnlichen Gelassenheit auf jüngste Meldungen und Dekrete aus dem Weissen Haus.

Hinzu kommt, dass Trump sich dringend und vermehrt um ein gutes Gesamtbild der US-Wirtschaft kümmern muss, will er in rund zwölf Monaten nicht als Verlierer aus den bedeutsamen Zwischenwahlen

hervorgehen. Denn das vielfach angekündigte «goldene Zeitalter» unter Trump 2.0 ist noch nicht eingetreten. Die Inflation bleibt hartnäckig und frisst sich in die Taschen des Mittelstandes. Der Arbeitsmarkt zeigt unübliche Schwächen. Das lässt sich auch durch das Ersetzen der Spitzenposition im Amt für Arbeitsmarktstatistik, der Behörde, die für die Erhebung und Veröffentlichung von Arbeitsmarktstatistiken zuständig ist, nicht wegkaschieren.

Die fehlende Migration lässt das reale Wachstum in den USA auf bescheidene +1.5% jährlich fallen – Wachstumsraten, die wir auch in Europa respektive in der Schweiz haben. Nur dank aussergewöhnlich hohen, KI-bezogenen Investitionen könnte im laufenden Jahr noch ein BIP-Impuls von rund +0.5% dazukommen – mit einer abflachenden Tendenz im nächsten Jahr. Exzeptionalismus ist das nicht.

Leichte Rückschläge im September

Die Portfolios erlitten im September leichte Rückschläge. Der Swiss Markt Index (SMI) ging zurück (-0.6%) und prägte damit unsere Portfolios. In den risikoärmeren Portfolios zeigte sich der Effekt der positiven Monatsrendite in unseren Anleiheinvestitionen. Deswegen kam es zu spürbaren Performance-Unterschieden zwischen den verschiedenen Risikoklassen (Bspw. Revo1 mit -0.4% im September und Revo5 mit -0.7%). Ein ähnliches Muster konnte auch in den Freizügigkeitslösungen beobachtet werden.

Einen schwierigeren Monat verzeichnete unsere Dividendenstrategie (Revo Dividenden mit -2.0% im September). Zwar liegt die Jahresrendite dieser Lösung immer noch bei rund +8%, doch zog das Ergebnis einzelner Titel die gesamte Performance herunter.

Erwähnenswert in diesem Zusammenhang war der Absturz des Schweizer Verpackungsspezialisten SIG Group. Nach einer Gewinnwarnung und der Aussetzung der Dividende für 2025 stürzte der Aktienkurs regelrecht ab. In der Dividendenstrategie ist unsere Anforderung, dass eine stattliche Dividendenzahlung erfolgt.

Mit dem Trend nach zusätzlichen, nachhaltigen Energiequellen und -infrastruktur im Zusammenhang mit dem Boom von Rechenzentren hatten unsere Dekarbonisierungs-Strategien im September einen ausgezeichneten Lauf. Die Jahresrenditen liegen inzwischen bei +7.6% (DecarbRevo3, max. 60% Aktien) und +9.7% (DecarbRevo5, max. 100% Aktien).

Vorwiegend einzeltitelbasierte Strategien

	Wertentwicklung der Strategien*	
	September 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz R1	-0.2% 	+1.0% 
Zugerberg Finanz R2	-0.3% 	+1.4% 
Zugerberg Finanz R3	-0.3% 	+1.9% 
Zugerberg Finanz R4	-0.4% 	+2.0% 
Zugerberg Finanz R5	-0.6% 	+1.9% 
Zugerberg Finanz RDividenden	-1.6% 	+8.6% 
Zugerberg Finanz Revo1	-0.4% 	+1.3% 
Zugerberg Finanz Revo2	-0.5% 	+1.6% 
Zugerberg Finanz Revo3	-0.5% 	+2.4% 
Zugerberg Finanz Revo4	-0.5% 	+2.4% 
Zugerberg Finanz Revo5	-0.7% 	+2.8% 
Zugerberg Finanz RevoDividenden	-2.0% 	+7.9% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo3	+1.9% 	+7.6% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo4	+2.1% 	+8.7% 
Zugerberg Finanz DecarbRevo5	+2.3% 	+9.7% 

Zugerberg Finanz Freizügigkeit

	Wertentwicklung der Strategien*	
	September 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R0.5	-0.1% 	+0.4% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R1	-0.1% 	+1.3% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R2	-0.1% 	+1.6% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R3	-0.2% 	+2.9% 
Zugerberg Finanz Freizügigkeit R4	-0.4% 	+2.8% 

Zugerberg Finanz 3a Vorsorge

	Wertentwicklung der Strategien*	
	September 2025	YTD 2025
Zugerberg Finanz 3a Revo1	-0.4% 	+1.3% 
Zugerberg Finanz 3a Revo2	-0.5% 	+1.6% 
Zugerberg Finanz 3a Revo3	-0.5% 	+2.4% 
Zugerberg Finanz 3a Revo4	-0.5% 	+2.4% 
Zugerberg Finanz 3a Revo5	-0.7% 	+2.8% 
Zugerberg Finanz 3a RevoDividenden	-2.0% 	+7.9% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo3	+1.9% 	+7.6% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo4	+2.1% 	+8.7% 
Zugerberg Finanz 3a DecarbRevo5	+2.3% 	+9.7% 

* Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten.

Makroökonomie

Stattliches reales Wirtschaftswachstum wohl auch 2026

 DM: Industrieländer
 EM: Schwellenländer

	 USA	 China	 Indien	 Eurozone	 Schweiz
Reales Wachstum 2025e Potenzial: DM 1.6%, EM 4.2%	1.5% →	3.3% →	6.7% →	1.4% →	1.3% →
Inflation 2025e (Konsumgüterpreis-Inflation)	2.9%	-1.5%	3.6%	1.8%	0.2%
Nominelles Wachstum 2025e (Reales BIP × BIP Deflator)	4.0%	2.0%	10.0%	3.2%	1.5%

Die wichtigsten makroökonomischen Indikatoren auf einen Blick (Grafik: Zugerberg Finanz)

Die OECD-Ökonomen prognostizieren für das laufende Jahr ein reales Wachstum von +3.2% der Weltwirtschaft, das sich im kommenden Jahr nur geringfügig abschwächen dürfte. Herausragend ist das Wachstum in Indien, während die USA und weite Teile Europas etwa im Gleichschritt zulegen dürften. In Europa ist Spanien mit einem Wachstum von rund +3% auch dank ihrer weitsichtigen Energiepolitik führend in der Ansiedlung von neuen Industrieunternehmen.

Die globalen Wachstumsraten liegen deutlich höher als man noch vor sechs Monaten prognostiziert hatte. Moderate Inflationsraten, sinkende Preise auf den globalen Energie- und Rohstoffmärkten, verbesserte Finanzierungsbedingungen und insbesondere der tiefere US-Dollar beflügeln das Wachstum in zahlreichen Schwellenländern. Indien profitiert nicht nur vom jungen Humankapital, sondern auch vom Trend zum Multi-Shoring.

Chinas Staatsunternehmen bleiben in einer schlechten Verfassung und zahlreiche Infrastrukturinvestitionen der Vergangenheit erweisen sich als Finanzgräber und hinterlassen tief verschuldete Provinz- und Stadtregierungen. Die Baubranche steckt nach wie vor in einem depressiven Rückgang. Dafür erobern private Unternehmen in rasantem Tempo neue Kunden und neue Märkte.

Wie stark China im Bereich der KI ist, hat sie mit ihren immensen Grossrechnerkapazitäten schon vor vielen Jahren aufgezeigt. Die Digitalisierung ist viel weiter vorangeschritten als in Europa oder in den USA. Mittlerweile wird der Abstand selbst in den letzten, wenigen Gebieten der westlichen Marktführerschaft immer geringer, auch beispielsweise im Bereich der Halbleiterproduktion.

In zahlreichen weiteren Gebieten – u. a. im Bereich der erneuerbaren

Energien, der Elektrovehikel sowie in der Robotik – ist die globale Dominanz offensichtlich. Betrachten wir einmal die Industrierobotik als Gradmesser der industriellen Automatisierung und Leistungsfähigkeit: Im vergangenen Jahr wurden 542'000 Roboter rund um den Globus in Betrieb genommen, 54% davon in China, 20% im restlichen Asien, 16% in Europa und 9% in den USA. In China allein sind mittlerweile zwei Millionen Roboter installiert. Dabei erlitten westliche Anbieter wie ABB massive Marktanteilsverluste.

Erbitterte Preiskämpfe im chinesischen Heimmarkt sorgen unter den vornehmlich einheimischen Wettbewerbern für einen enormen Innovationsdruck. Sinkende Preise gesellen sich dazu. Das zeigt sich mittlerweile auch im Maschinenbau, wo die europäische Industrie traditionell einmal sehr gut aufgestellt war.

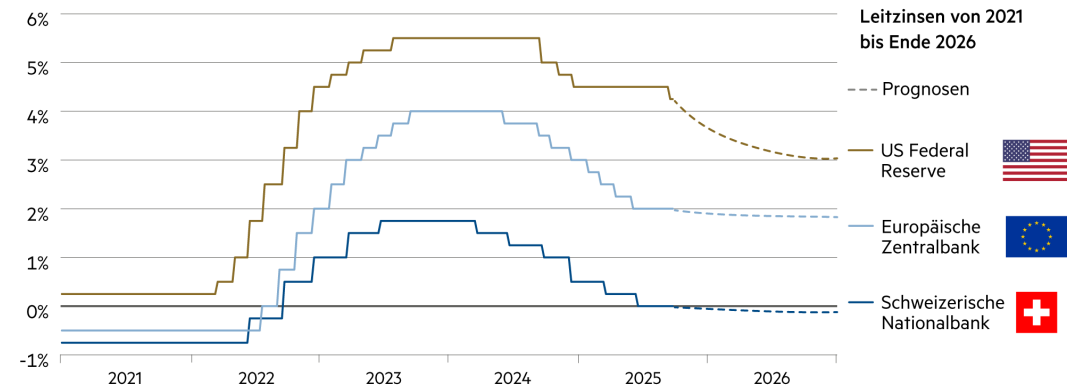
An der weltbekannten Hannover Messe waren 2014 erst 500 chinesische Aussteller vertreten; inzwischen sind es dreimal so viele. Bis zum hundertjährigen Bestehen der Volksrepublik 2049 möchte China Technologieführer sein, vielleicht sogar der weltweite Technologieführer. Der Disput mit den USA beschleunigt die nationalen Kräfte der «Selbststärkung». Der Lehrling übertrumpft in immer mehr Gebieten seinen Meister.

Gleichzeitig wundern sich die Chinesen darüber, wie beispielsweise Europa seine eigene Wettbewerbsfähigkeit und das Management der eigenen Fertigungslieferketten durch Regulierung schwächt. Beispielsweise werden die effizientesten Dieselmotoren verboten und die sichersten Kernkraftwerke (dank Siemens-Technologie) abgeschaltet. Hinzu kommt, dass energieintensive Branchen wie die Grundstoffchemie willentlich mit einer verfehlten Energiepolitik in den Abgrund geleitet werden.

Region	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Schweiz	↗	↗	Wir sind auf dem besten Weg, den schlimmsten Fehler der EU zu kopieren: Überregulierung, obschon in Konkurrenzsystemen und -märkten dereguliert wird.
Eurozone, Europa	↗	↗	Die Rückgewinnung der Wettbewerbsfähigkeit erfordert auch das Eingeständnis, die Rahmenbedingungen des wirtschaftlichen Handelns zu reformieren.
USA	→↗	→↗	Die USA schaffen es nur in ganz wenigen Branchen, spezialisierte, global wettbewerbsfähige Unternehmen herauszubilden.
Rest der Welt	↗	↗	Die rasche Lern- und Adaptionsfähigkeit insbesondere im asiatischen Raum wird immer wieder unterschätzt. Oder sind wir im Westen einfach zu langsam?

Liquidität, Währung

Der Zyklus der Leitzinssenkungen ist weitgehend abgeschlossen



Leitzinsen von 2021 bis Ende 2026 (Quelle: Bloomberg L.P. | Grafik: Zugerberg Finanz)

Nach starken, inflationsbedingten Erhöhungen der Leitzinsen ab Frühjahr 2022 wurde im Herbst 2023 bereits das Maximum erreicht. Im Jahr 2024 setzten erste Senkungen der Leitzinsen ein. Dieser Zyklus ist in der Schweiz und in der Eurozone weitgehend abgeschlossen. Einzig in den USA erwarten wir in den kommenden 12 Monaten noch eine Senkung von etwa 4% auf rund 3%.

Die US-Zentralbank Federal Reserve (Fed) verfolgt nach wie vor einen restriktiven geldpolitischen Kurs, hat sich im September nach einer längeren Pause jedoch wieder auf den Weg zu einem neutralen Leitzinsniveau begeben. Ein Grund dafür ist, dass der Arbeitsmarkt Schwächen zeigt. Die Fed hat das Mandat, mit ihrer Geldpolitik für Vollbeschäftigung zu sorgen.

Dieses Unterfangen fand an den letzten Sitzungen wieder mehr Beachtung. Zudem ist die Inflationsrate von 9.0% (Juni 2022) rasant zurückgegangen. Im August 2025 lag sie noch bei 2.9%, wobei im Kern die Güterinflation in den letzten zwölf Monaten um 0% herum oszillierte. Der hauptsächliche Inflationstreiber bleibt das Wohnen, und genau dies liegt in den Händen der Fed: Wenn die Leitzinsen sinken, sinken auch die Wohnkosten und die Inflationsrate fällt weiter. Der Druck aus dem Weissen Haus auf das lange inaktive Fed ist deshalb durchaus berechtigt.

Der Kapitalmarkt geht gegenwärtig von vier weiteren Zinssenkungen in den kommenden zwölf Monaten aus. Das brächte den Leitzins effektiv auf 3.1% herunter und würde eine Reihe von Konditionen nicht nur in der Unternehmensfinanzierung (Fremdkapital

durch Bankdarlehen sowie durch Anleihen) erleichtern. Mit den Fed-Leitzinsen würden beispielsweise auch Hypothekarzinsen fallen und Mietwohnungen günstiger. Zudem würden Leasingraten (derzeit kosten diese durchschnittlich rund 7.5% p. a.) und Kreditkartenüberzüge (derzeit rund 22% p. a.) tiefer verzinst, ebenso die hohen Stipendenschulden.

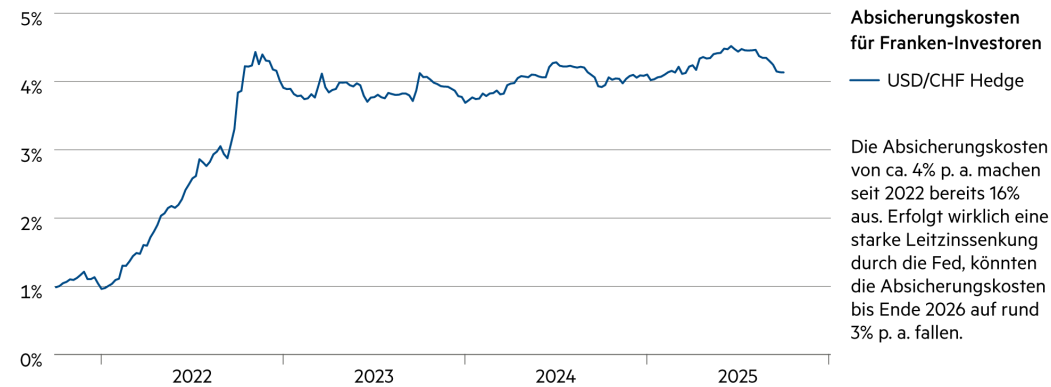
Mehr als 50 Millionen jüngere und ältere Menschen haben sich während ihrer College- und Universitäts-Zeit für ihren teuren Schulbesuch verschuldet. Viele Absolventen starten hoch verschuldet ins Berufsleben und haben danach Mühe, die Schuldzinsen zu bedienen und die Schulden zurückzuzahlen. Derzeit betragen die ausstehenden Schulden mehr als 1'800 Milliarden Dollar. Bildung mag ein Tor zum sozialen Aufstieg sein, aber für zu viele Menschen bricht dieses Versprechen unter der Last der Schulden zusammen.

Mit anderen Worten: Die Fed hat den geldpolitischen Schlüssel in der Hand, das Leben der amerikanischen Haushalte wesentlich zu erleichtern. Das ist dringend nötig, denn der Mittelstand ist von der Inflationswelle der vergangenen Jahre immer noch schwer gezeichnet und sie zwang ihn, in den letzten Jahren auch die Ersparnisse anzuknabbern, um alle Rechnungen zu bezahlen. In den USA rühren inzwischen 50% der Konsumausgaben nicht von der Mittelklasse, sondern von den «obersten» 10% der Haushalte, gemessen an der Einkommensstärke. Konkret sind das jene Haushalte, die über ein Jahreseinkommen von 250'000 Dollar oder mehr verfügen. Diese Abhängigkeit des Wirtschaftswachstums in den USA von der Kaufkraft der Reichen war noch nie so hoch.

Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Bankkonto	↘	↘	Die Schweizerische Nationalbank dürfte in den kommenden 12 Monaten kaum etwas am Leitzinssatz von 0.0% ändern. Damit werden auch Bankzinsen obsolet.
Euro / Schweizer Franken	→	→↘	Die Finanzstabilität in der Eurozone hält nur, sofern es demnächst gelingt, den wachsenden Zweifeln an der Reformfähigkeit überzeugend entgegenzutreten.
US-Dollar / Schweizer Franken	→↗	↘	Die Dollarschwäche setzt sich fort, leider auch die europäische Abhängigkeit von Hard- und Software, Data Center und Satellitenkommunikation aus den USA.
Euro / US-Dollar	→↗	↗	Der Euro hat gegenüber dem Dollar seit Jahresbeginn um 13.3% zugelegt. Er handelt mit 1.17 etwa auf dem Durchschnittsniveau der vergangenen 25 Jahre.

Anleihen

Vorsicht vor hohen Coupons



Anhaltend hohe Absicherungskosten für Franken-Investoren (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

Anleihen mit hohen Coupons erscheinen auf den ersten Blick verlockend. Aber meistens sind diese in einer fremden Währung emittiert, z. B. US-Dollar oder Euro. Wer die Währungsrisiken vermeiden will, sieht sich mit anhaltend hohen Absicherungskosten verbunden. Um den US-Dollar gegen seinen strukturellen Wertverlust gegenüber dem Schweizer Franken abzusichern, sind gegenwärtig mehr als 4% aufzubringen. Beim Euro sind es lediglich leicht mehr als 2%.

Wir warnen vor verlockenden Aussagen. Gleich zu Monatsbeginn lasen wir in einem Mail einer US-Bank an ihre Kundschaft: «Die Renditen von Staatsanleihen befinden sich auf einem seit 2008 nicht mehr gesehenen Niveau und bieten Anlegern einen attraktiven Einstiegspunkt. Da die Zentralbanken auf Zinssenkungen zusteuern, könnten fallende Renditen Kapitalgewinne ermöglichen.» Doch ist eine derartige Anlage aus der Schweizer-Franken-Optik tatsächlich «attraktiv»?

Erstens: Nicht alle Zentralbanken steuern auf Zinssenkungen hin, wie wir auf der vorherigen Seite erläutert haben. Aber es ist richtig, dass auch wir in den USA weiteres Senkungspotenzial sehen. Zweitens ist nun aber sehr wichtig zu wissen, dass Couponerträge als Einkommen zu versteuern sind. Bei einer Besteuerung von 30% resultiert aus einem Couponertrag von 5.0% netto noch 3.5%. Drittens, sofern man das Wechselkursrisiko absichern will, kostet dies derzeit jährlich rund 4.2%. Allerdings sind diese Kosten bei der Berechnung des steuerbaren Einkommens nicht abzugsfähig. Somit

ist klar: Aus der 5% Dollar-Anleihe resultiert nach Berücksichtigung der Kosten der Währungsabsicherung und der Kosten der Einkommensbesteuerung bereits eine Rendite von -0.7% in Schweizer Franken. Hinzu kommen schliesslich noch die Kosten der Depotbank usw., d. h. wir liegen damit bereits tief im negativen Zinsbereich.

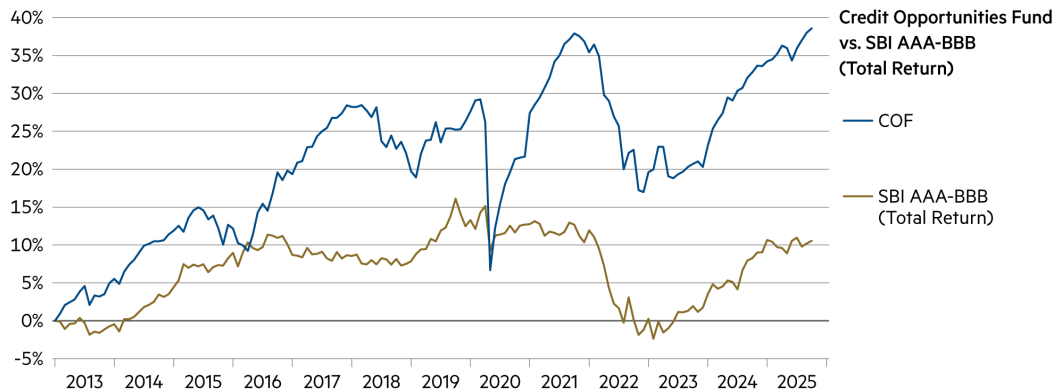
Die Absicherungskosten von ca. 4% p. a. machen seit 2022 kumuliert bereits 16% aus. Erfolgt tatsächlich starke Leitzinssenkungen durch die Fed, könnten die Absicherungskosten bis Ende 2026 auf rund 3% p. a. fallen. Aber selbst dann sind kurz- und mittelfristige Staatsanleihen zu vermeiden. Die Perspektiven auf positive Gesamtrenditen bleiben gering. Hingegen kann und muss man in einem aus Anleihen und Aktien balancierten Portfolio aus Gründen der (Risiko- und Ertrags-)Diversifikation eine Reihe von längerfristigen Anleihen einbauen. Diese würden bei einem konjunkturell bedingt starken Zinsrückgang durch essenzielle Kurssteigerungen das Portfolio stabilisieren. Zudem sind die dann erzielten Kursgewinne auf den Anleihen einkommenssteuerbefreit.

Durch den Fokus auf die Leitzinsen geht häufig eine wichtige Veränderung der Zinsstrukturkurve verloren. Diese ist seit Jahresbeginn viel steiler geworden. Die SNB hat durch ihre Geldpolitik die Zinsen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve um rund 40 bis 50 Basispunkte gesenkt. Am langen Ende wirken dagegen diverse Marktkräfte. Dort sind die Zinsen in der Schweiz seit Jahresbeginn um 20 bis 30 Basispunkte gestiegen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Staatsanleihen	→	→	Die zehnjährigen Staatsanleihen der Eidgenossenschaft rentieren nur +0.1% p. a. Da muss man sich zumindest keine Sorgen über die Besteuerung des Zinses machen.
Unternehmensanleihen	↗	↗	Unternehmensanleihen bieten im Tiefzinsumfeld einen relativ attraktiven Renditeaufschlag gegenüber den Staatsanleihen. Disziplinierte Selektion ist gefragt.
Hochzins-, Hybride Anleihen	↗	↗	Nachrangige und hochverzinsliche Unternehmensanleihen sorgen für überdurchschnittliche Renditen und bereichern unsere Multiassetklassen-Portfolios.

Zugerberg Finanz Anleihenslösungen

Unternehmensanleihen sorgen für positive Renditebeiträge



COF vs. SBI AAA-BBB (Total Return) seit Lancierungszeitpunkt im November 2012 (Quelle: Bloomberg | Grafik: Zugerberg Finanz)

In unseren Anleihenslösungen gibt es eine konservative Variante, die sich über lange Anleihen mit einer sehr hohen Bonität auszeichnet, und eine ertragsorientierte Variante, die bei guten Schuldnern vor allem auf attraktive Couponerträge achtet. Beide Lösungen sorgen für positive Renditebeiträge in den Portfolios. Der Credit Opportunities Fund (COF) liegt per Ende September auf einem Allzeithoch von 138.9. Lanciert wurde der Fonds vor knapp 13 Jahren mit einem Anfangswert von 100.0 pro Fondsanteil.

Unternehmensanleihen sind im aktuellen Markumfeld attraktiv, während Staatsanleihen kaum mehr rentieren. Die zehnjährigen Eidgenossen werfen derzeit noch eine Rendite von 0.1% jährlich ab. Das sind magere Aussichten, während mit einer disziplinierten Selektion von Unternehmensanleihen eine deutlich höhere Rendite erzielt werden kann.

Die Historie verdeutlicht dies. Der Swiss Bond Index (AAA-BBB Total Return) verkörpert das beste Segment aus dem Schweizer Franken Kapitalmarkt – eine Kombination von Staats- und Kantonsanleihen, Pfandbriefen und hochwertigen Unternehmensanleihen. Mit dem Index konnte man in den letzten 13 Jahren kumuliert gerade einmal +11.5% erzielen. Zöge man noch die Kosten eines Index-Produkts ab, würde man auf eine Rendite von rund +0.6% jährlich kommen.

Demgegenüber setzen wir seit 13 Jahren auf Unternehmensanleihen, vielfach an der Schwelle zwischen einem BBB und einem BB Rating. Mit dieser Vorgehensweise konnte unsere Kundschaft von einem Kursanstieg der Fondsanteile von 100.0 auf 138.9 Franken

profitieren. Der Zuwachs von +38.9% entspricht einer jährlichen Rendite von +2.6%. Je länger man investiert bleibt, desto stärker kommt der Zinseszinsseffekt zur Geltung.

Im laufenden Jahr liegt die bisher angefallene Rendite bei +3.4%. Im konservativ ausgerichteten Zugerberg Income Fund (ZIF), mit dem wir den Swiss Bond Index (SBI) über einen längeren Zeitraum übertreffen wollen, liegt die Rendite nach allen Kosten und Gebühren bei +1.8%. Das ist deutlich höher als beim SBI, mit dem sich im bisherigen Jahresverlauf ohne Berücksichtigung der Kosten eine Rendite von +0.5% erzielen liess.

Im ZIF sind zuletzt Unternehmensanleihen aufgenommen worden, mit denen eine solide Verzinsung für viele Jahre gesichert werden kann. Dazu zählen Anleihen von Swiss Life, Implenla, Groupe E und Danaher (12-jährige CHF Anleihe mit rund 1.6% Rendite, 20-jährige CHF Anleihe mit 1.9%).

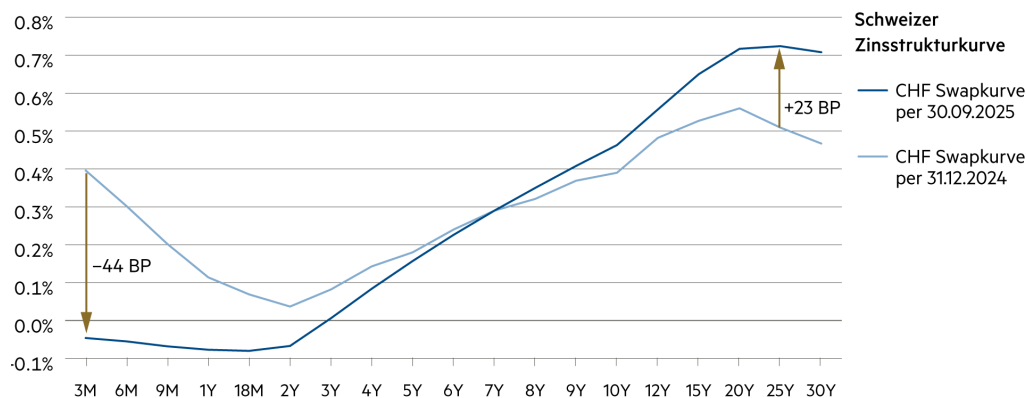
Auch die erstmalige Anleihensemission von der neu formierten Cham Swiss Properties fand darin Unterschlupf, was in den kommenden fünf Jahren Zinsen von 1.4% jährlich abwerfen wird. Der Schuldner ist eine Immobiliengesellschaft mit attraktivem Wachstumspotenzial an erstklassigen Standorten und einem relativ hohen Wohnanteil (60%) sowie einer konservativen Finanzierungsstruktur mit hoher Eigenkapitalquote (61%). Das Aktionariat ist geprägt von unternehmerischen, langfristig orientierten Ankeraktionären wie etwa die Familienzweige von Philipp Buhofer und Annelies Häcki Buhofer aus Zug.

	Zugerberg Income Fund	Credit Opportunities Fund
Rendite 2025 (seit Jahresbeginn)	+1.8%	+3.4%
Rendite seit Beginn (annualisiert)	-6.1% (-0.9%)	+38.9% (+2.6%)
Anteil positiver Renditemonate	57%	68%
Kreditrisikoprämie in Basispunkten (vs. Vormonat)	90 BP (+0 BP)	382 BP (+14 BP)
Durchschnittliches Rating (aktuell)	A-	BB

Weiterführende Informationen finden Sie in den [Factsheets](#) zum Zugerberg Income Fund und Credit Opportunities Fund.

Immobilien, Infrastruktur

Die offensichtliche Versteilung der Zinsstrukturkurve



Mit der Versteilung der Zinsstrukturkurve sind die kurzfristigen Zinsen seit Jahresbeginn deutlich gefallen und jene am langen Ende spürbar gestiegen. Das bedeutet, dass kurzfristige, geldmarktbasierte Hypothekarkredite günstiger und längerfristige teurer wurden. Die in der Immobilienbewertung angewandten Diskontierungssätze sind im laufenden Jahr von vielen Schätzern reduziert worden, was bei unveränderter Ertragslage in einer Höherbewertung resultierte.

Aus höheren Bewertungen darf nicht gleich auf attraktive Investitionsgefässe geschlossen werden. So halten wir derzeit wenig von Schweizer Immobilienfonds. Sie rentieren kaum. Bei vielen stagnieren die Mietzinseinnahmen. Referenzzinssatzbedingt ist sogar mit rückläufigen Erträgen in den Fonds mit einem hohen Wohnanteil zu rechnen.

Es müssten somit schon attraktive Lagen mit wertschaffenden Entwicklungsperspektiven im Vordergrund stehen. Aber selbst dann handeln zahlreiche (grosse) Immobilienfonds mit einem hohen Bewertungsaufschlag gegenüber dem Verkehrswert. Das führt dann zu Kurs-Gewinn Verhältnissen (KGV), die zwischen 40 und 50 liegen – gemessen an den erwarteten Gewinnen des kommenden Jahres. Das ist uns zu hoch und verspricht auch nur gerade eine bescheidene Dividendenausschüttung von rund 2%.

Mit selektierten einzelnen Immobilienaktien kann man zu einem vorteilhafteren Risiko-Rendite Profil gelangen. Mit unserer Auswahl (u. a. Mobimo +13%, PSP Swiss Property +8%) liegt die bisherige Gesamtrendite im laufenden Jahr spürbar höher als beim Schweizer Immobilienfonds Index CHREF (+7.2%). Bei Mobimo liegt das KGV bei 23, bei PSP tiefer. Mobimo ist ein Dividententitel mit hohem

Wohnanteil und einem interessanten Entwicklungspotenzial. Die ökonomische Dividendenkapazität ist da deshalb strukturell höher als bei einem typischen Immobilienfonds. Sie ist auch darauf zurückzuführen, dass diese Gesellschaften durch den Einbezug von Fremdkapital mit einem Hebeleffekt arbeiten.

Fremdkapital ist derzeit wieder günstig. Manche Gesellschaft nimmt Bankkredite (Hypothekarkredite) in Anspruch. Allerdings kommt hier hinzu, dass die Bankmargen in den vergangenen zwölf Monaten um rund 20% gestiegen sind, bei Gewerbeimmobilien noch mehr. Vermehrt gelangen deshalb Immobiliengesellschaften mit einer regelmässigen Staffellung an den Kapitalmarkt, verstetigen damit ihr Schuldenprofil und reduzieren dadurch die entsprechenden Zinsänderungsrisiken, welche ein Jahresergebnis beeinflussen könnten.

Die allermeisten gehen aber nicht über eine Belehnungsquote von 50% hinaus. Langlaufende Immobiliendarlehen und -anleihen kosten derzeit zwischen 1.5% und 2.0%. Für Investitionen in ein Entwicklungsportfolio macht das mehr Sinn als eine geldmarktbasierte Lösung. Zudem verstetigt sich durch eine rollende Finanzierung auch der Dividendenstrom, weil der Pfad der Mieterträge auf der Aufwandsseite nicht durch stark fluktuierende Zinskosten durchkreuzt wird.

Im Vergleich zu Anleihen bleiben Immobiliengesellschaften, sofern diese sorgfältig selektiert werden, weiterhin attraktiv. Denn einerseits partizipiert man am Wirtschaftswachstum durch einen Realwert. Niedrige Zinsen begünstigen ausserdem Baufinanzierungen und erhöhen die Attraktivität von Immobilienkäufen, was wiederum die Nachfrage ankurbelt.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Wohnliegenschaften CH	↗	↗	Der Immobilienindex CHREF erzielte im September ein neues Jahreshoch und liegt nach 9 Monaten klar im Plus (+7.2% seit Jahresbeginn).
Büro-, Verkaufsliegenschaften CH	→↗	↗	Die Ausgangslage bleibt vielenorts schwierig, denn es fehlt an der nötigen regulatorischen Flexibilität, welche Wohnen und Arbeit durchlässig ermöglicht.
Immobilienfonds CH	→	→↗	Der Schweizer Immo-Fonds Index (CHREF) hat in den vergangenen zehn Jahren eine jährliche Rendite von +5.8% erzielt. In diesem Jahr lockt eine bessere Rendite.
Infrastrukturaktien/-fonds	↗	↗	Viele europäische Infrastrukturaktien haben sich im September wieder aufgefangen und lassen begründete, positive Perspektiven aufs 4. Quartal 2025 zu.

Aktien

Der Schweizer Markt mit bescheidener Rendite im September



US-amerikanische Aktien-Indizes	US-Dollar	CHF	KGVe
Dow Jones	+9.0%	-4.5%	23
S&P 500	+13.7%	-0.4%	25
Nasdaq	+17.3%	+2.8%	34



Europäische Aktien-Indizes	EUR	CHF	KGVe
Euro Stoxx 50	+13.0%	+12.3%	16
DAX	+20.0%	+19.3%	17
Swiss Market Index		+4.4%	17

Aktienmärkte seit dem 1. Januar 2025 (Grafik: Zugerberg Finanz)

Der Schweizer Aktienmarkt enttäuschte im September, startete jedoch stark ins Schlussquartal. In Franken liegen die Schweizer Aktien immer noch deutlich über dem aktuellen Stand des Weltaktienindex (+2.5%). Durch den massiven Zerfall des Dollars (-12.2% seit Jahresbeginn) zeigt sich dieser eher auf einem bescheidenen Niveau. Dagegen liegen viele europäische Aktien klar im Plus, auch wenn deren Gewinndynamik zuletzt nachliess. Entscheidend ist jedoch stets das vierte Quartal, das historisch betrachtet jeweils das stärkste Quartal des Jahres ist.

Der September gilt als der berüchtigte Bösewicht der Wall Street, der den Aktienmarkt erschüttert und Anleger in Panik versetzt – doch dieses Jahr hat er diese Rolle nicht übernommen. Einzig der Schweizer Markt blieb im Minus (-0.6%). Der amerikanische S&P 500 (+2.9%) und der Nasdaq Composite (+5.0%) übertrafen den traditionsreichen Dow Jones (+1.3%) deutlich. Auch die europäischen Indizes vermochten im September weitgehend positiv abzuschneiden.

Die US-Aktien erlebten den besten September seit 15 Jahren. Das ist eine überraschende Wendung, die Investoren nun fragen lässt, ob die Rallye bis zum Jahresende anhalten könnte, selbst wenn die Warnlampen blinken. Für die diszipliniert selektierten Werte, die wir im Portfolio halten, bleiben wir für das Schlussquartal zuversichtlich.

Die Rallye in den USA kam zustande, als die Anleger die Entscheidung der Fed Anfang des Monats begrüsst, ihren Leitzins um 25

Basispunkte auf eine Spanne von 4.00% bis 4.25% zu senken und zwei weitere Zinssenkungen bei ihren verbleibenden Sitzungen in diesem Jahr anzukündigen. Hinzu kam eine neue Begeisterung für Künstliche Intelligenz (KI), die dem Aktienmarkt – vor allem den Megacap-Technologieaktien – neuen Schub verlieh. Die tatsächliche Gruppe von Unternehmen, welche sich als nächste Generation von KI-Gewinnern hervortun, bleibt allerdings weiterhin offen.

In den USA waren die Gewinnentwicklung, eine ausreichend gute Konjunktur, die Wiederaufnahme des Zinssenkungszyklus und anhaltende Anzeichen für ein langfristiges Wachstum im Bereich KI die wichtigsten Katalysatoren, die die Aktien in diesem Monat gestützt haben. Die jüngsten Arbeitsmarktdaten sind allerdings enttäuschend. Ein starkes Gewinnwachstum von rund +8% gegenüber dem Vorjahr ist nach dem jüngsten Anstieg im dritten Quartal bereits in den Aktienkursen eingepreist.

Mit einem saisonalen Rückenwind im Schlussquartal können auch die Schweizer Aktien rechnen. Der Markt ist zudem breiter aufgestellt als früher. Am 1. Oktober war die Marktkapitalisierung der grossen drei Schweizer Aktien im breiten Swiss Performance Index bei je rund 12% Gewicht von Novartis, Roche und Nestlé. Zurich Insurance, ABB, Richemont und UBS verfügen je über ein Gewicht von rund 5% bis 6%, gefolgt von Swiss Re (3%) und Holcim und Sika (mit je rund 2%). In unseren Portfolios weichen wir jedoch bewusst deutlich von dieser Gewichtung ab. Damit haben wir sieben Mal in den vergangenen zehn Jahren den SMI respektive SPI übertroffen.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Aktien Schweiz	→↗	↗	Der Schweizer Aktienmarkt zeigt sich zu Beginn des Schlussquartals äusserst erfreulich. Wir bleiben zuversichtlich.
Aktien Eurozone, Europa	→↗	↗	Es bleibt unklar, ob das relativ hohe Gewinnwachstum, das in den Aktienkursen eingepreist ist, auch tatsächlich realisiert werden kann; Bei unserer Selektion: ja.
Aktien USA	→	↗	In Franken führt Nvidia (+19% seit Jahresbeginn) vor Google (+14%) und Microsoft (+8%). Klar im Minus liegen immer noch Apple (-10%) und Amazon (-11%).
Aktien Schwellenländer	→↗	↗	In Franken legte der MSCI Emerging Markets im September stark zu (+6%) und liegt seit Jahresbeginn bei stattlichen +10% - die guten Aussichten verkörpernd.

Alternative Anlagen

Der KI-Boom nimmt spezielle Ausmasse an



Modernes Data Center (Bildquelle: stock.adobe.com)

Der KI-Boom findet immer mehr auf nicht kotierten Märkten statt. Allerdings gibt es zahlreiche Rückkoppelungen in die kotierten Märkte, und letztlich lässt sich gewiss nicht ausschliessen, dass sich eine Blase herausbildet – stärker noch als im Jahr 2000 in der «Internet 1.0» Welle respektive «Dotcom Bubble». Die privat gehaltene Gesellschaft Open AI hat kürzliche eine Finanzierungsrunde mit einer Bewertung von 500 Milliarden Dollar abgeschlossen. Für 100 Milliarden Dollar zeichnete Nvidia Aktien von Open AI.

Damit führt Open AI die Liste der wertvollsten nicht börsennotierten Unternehmen an. Nummer zwei ist das von Elon Musk gegründete und geführte Raumfahrtsunternehmen SpaceX mit einer Bewertung von 350 Milliarden Dollar. Ein kotiertes KI-bezogenes Unternehmen wie Palantir Technologies wird auch bereits mit 440 Milliarden Dollar bewertet. Dabei macht das US-Unternehmen im laufenden Jahr wohl geschätzt 4.2 Milliarden Umsatz (!). Beim US-Software und Datenbank-Spezialisten Oracle schoss der Kurs im September in die Höhe, weil angekündigt wurde, über 100 Milliarden Dollar in Rechenzentren zu investieren. Zugleich wurde bekannt, dass in den nächsten vier Jahren kein positiver Cash-Flow ins Auge gefasst würde und dass ein erheblicher Teil des gigantischen Investitionszyklus mit Fremdkapital gestemmt würde.

Wer sich vor einer KI-bezogenen Blase fürchtet, soll sich nochmals das Kapitel zu Aktien zu Gemüte führen. In der Schweiz liegt die Inflationsrate praktisch bei 0%. Die in Franken gehandelten Staatsan-

leihen rentieren ebenfalls um die 0% herum. Die Aktien dagegen erzielen eine Gewinnrendite von rund 6% und dabei sind Gewinnsteigerungen in Zukunft noch nicht mal eingepreist. Das sind 6% Realrendite für Aktien-Investoren.

In den USA ist die Inflationsrate dagegen bei 3% und die Gewinnrendite für einen breiten Aktienkorb liegt bei 4%, d. h. die aktuelle Realrendite liegt nur gerade bei 1%. Es ist schon lange her, dass Investoren, die sich nicht von Zukunftshoffnungen blenden lassen, sondern vor allem auf reale Wertsteigerungen achten, ausserhalb der USA vergleichsweise echte Schnäppchen machen konnten.

In den letzten zehn Jahren war der US-Aktienmarkt die Lokomotive der weltweiten Kapitalmärkte und liess die Portfolios mit schier endloser Liquidität und einem scheinbar unaufhaltsamen Gewinnwachstum nach oben treiben. Trotz ohnehin schon hohen Gewinnmargen sind inzwischen 11% bis 12% jährliches Gewinnwachstum in den kommenden fünf, sechs Jahren erforderlich, um das gegenwärtige Kursniveau ökonomisch zu begründen.

Der Schweizer Teil unserer Aktien in den Zugerberg Finanz Portfolios ist dagegen derart konservativ selektiert, dass die Kursniveaus allein schon durch die Ausschüttungsrendite von jährlich 3% bis 4% gerechtfertigt sind. Die Erwartungen an zukünftig wachsende Gewinne sind viel bescheidener als bei den US-Valoren und immer durch substanzielle Überschüsse an freien Cash-Flows aus dem operativen Geschäft nachhaltig fundiert.

Sub-Anlageklasse	3–6 Monate	12–24 Monate	Einschätzung
Rohstoffe	↘	→↗	Die Rohölnotierungen sind seit Jahresbeginn (-9% in USD) stark gefallen. Aber noch viel stärker fielen die Erdgasnotierungen (-30%).
Gold, Edelmetalle	→↗	→↗	Gold (+10% im September) hat seit Jahresbeginn bereits einen starken Zuwachs erzielt (+29% in CHF). Ein Ende ist nach wie vor nicht absehbar.
Insurance Linked Securities	↗	→↗	Versicherungsbezogene Anleihensrisiken sind in einem moderaten Umfang bei unseren Portfolios vorhanden, insbesondere in den Freizügigkeitsstiftungen.
Private Equity	↗	↗	Mit den sinkenden Zinsen und steigenden Wirtschaftsdaten verbessern sich die Aussichten auch für die nicht-kotierten Unternehmen (und für deren Eigentümer).

Marktdaten

Anlageklasse		Kurs (in Lokalwährung)			Monats- / YTD- / Jahresperformance (in CHF)		
Aktien		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SMI	CHF	12'109.4	-0.6%	+4.4%	+4.2%	+3.8%	-16.7%
SPI	CHF	16'748.6	-0.9%	+8.2%	+6.2%	+6.1%	-16.5%
DAX	EUR	23'880.7	-0.2%	+19.1%	+20.4%	+13.1%	-16.3%
CAC 40	EUR	7'895.9	+2.4%	+6.4%	-1.0%	+9.6%	-13.9%
FTSE MIB	EUR	42'725.3	+1.1%	+24.1%	+14.1%	+20.4%	-17.3%
FTSE 100	GBP	9'350.4	+0.8%	+7.7%	+12.1%	-0.3%	-8.8%
EuroStoxx50	EUR	5'530.0	+3.2%	+12.3%	+9.6%	+12.1%	-16.0%
Dow Jones	USD	46'397.9	+1.3%	-4.5%	+22.1%	+3.5%	-7.7%
S&P 500	USD	6'688.5	+2.9%	-0.4%	+33.4%	+13.1%	-18.5%
Nasdaq Composite	USD	22'660.0	+5.0%	+2.7%	+39.2%	+30.6%	-32.3%
Nikkei 225	JPY	44'932.6	+4.0%	+5.2%	+15.2%	+8.6%	-19.7%
Sensex	INR	80'267.6	-0.7%	-13.4%	+13.8%	+7.4%	-4.8%
MSCI World	USD	4'306.7	+2.5%	+1.7%	+26.6%	+10.8%	-18.5%
MSCI EM	USD	1'346.1	+6.3%	+9.6%	+13.6%	-2.6%	-21.5%
Obligationen (gemischt)		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Glob Dev Sov (Hedged CHF)	CHF	152.6	+0.2%	-0.4%	-1.4%	+2.2%	-13.2%
Glob IG Corp (Hedged CHF)	CHF	187.9	+0.8%	+2.7%	-0.8%	+4.2%	-16.7%
Glob HY Corp (Hedged CHF)	CHF	375.1	+0.3%	+4.1%	+6.1%	+8.7%	-13.6%
USD EM Corp (Hedged CHF)	CHF	284.6	+0.7%	+4.7%	+2.4%	+4.5%	-18.2%
Staatsobligationen		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
SBI Dom Gov	CHF	188.2	+1.4%	+0.7%	+4.0%	+12.5%	-17.0%
US Treasury (Hedged CHF)	CHF	139.0	+0.5%	+1.9%	-3.8%	-0.5%	-15.0%
Eurozone Sov (Hedged CHF)	CHF	177.5	+0.3%	-1.5%	-0.8%	+4.8%	-18.9%
Unternehmensobligationen		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
CHF IG Corp (AAA-BBB)	CHF	192.7	+0.1%	+0.9%	+5.1%	+5.7%	-7.5%
USD IG Corp (Hedged CHF)	CHF	190.4	+1.1%	+3.5%	-2.4%	+3.5%	-18.5%
USD HY Corp (Hedged CHF)	CHF	631.3	+0.4%	+3.8%	+3.7%	+8.5%	-13.7%
EUR IG Corp (Hedged CHF)	CHF	169.6	+0.2%	+1.0%	+2.0%	+5.9%	-14.1%
EUR HY Corp (Hedged CHF)	CHF	311.3	+0.3%	+2.9%	+5.4%	+9.8%	-10.9%
Alternative Anlagen		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
Gold Spot CHF/kg	CHF	98'805.9	+10.4%	+29.0%	+36.0%	+0.8%	+1.0%
Commodity Index	USD	104.6	+1.2%	-7.3%	+8.3%	-20.4%	+15.1%
SXI SwissRealEstateFunds TR	CHF	2'877.0	-0.6%	+6.0%	+16.0%	+5.4%	-17.3%
Währungen		30.09.2025	09/2025	2025YTD	2024	2023	2022
US-Dollar / Schweizer Franken	CHF	0.7964	-0.5%	-12.2%	+7.8%	-9.0%	+1.3%
Euro / Schweizer Franken	CHF	0.9345	-0.1%	-0.6%	+1.2%	-6.1%	-4.6%
100 Japanische Yen / Schweizer Franken	CHF	0.5384	-1.1%	-6.6%	-3.4%	-15.4%	-11.0%
Britisches Pfund / Schweizer Franken	CHF	1.0709	-0.9%	-5.7%	+6.0%	-4.2%	-9.3%

Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschliesslich der Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden, allgemein zugänglichen Quellen. Für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen können wir keine Gewähr übernehmen. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Diese Publikation richtet sich ausschliesslich an Kunden/Interessenten aus der Schweiz und die rechtlichen Hinweise im Impressum auf www.zugerberg-finanz.ch finden entsprechend Anwendung. Die Wertentwicklung ist gemäss Musterportfolio. Die effektive Struktur des einzelnen Depots und die daraus resultierende Wertentwicklung können aufgrund des aktiven Managements davon abweichen und sind vom Zeitpunkt und der Höhe der Investition abhängig. Dies insbesondere im ersten Jahr der Investition wegen des gestaffelten Einstiegs in den Markt. Massgeblich ist einzig die effektive Wertentwicklung gemäss Konto-/Depotauszug der Depotbank resp. der Stiftung.

Die angegebene Wertentwicklung ist netto, nach Abzug aller laufenden Kosten, ohne Berücksichtigung von Abschlusskosten. Alle Angaben hinsichtlich der Wertentwicklung sind indikativer Natur, beziehen sich auf die Vergangenheit und erlauben keine garantierten Prognosen für die Zukunft. Impressum: Zugerberg Finanz AG, Lüssiweg 47, CH-6302 Zug, +41 41 769 50 10, info@zugerberg-finanz.ch, www.zugerberg-finanz.ch; Titelfoto: Andreas Busslinger; Schlusskurse per 30.09.2025; Wirtschaftsdaten per 30.09.2025; Wirtschaftsprognosen vom 30.09.2025; Wiedergabe (auch auszugsweise) nur unter Quellenangabe gestattet.